专题报告之四：
2015 年机构间私募产品报价与服务系统发展综述

在中国证监会的统一指导下，中国证券业协会借鉴国际经验，建立了机构间私募产品报价与服务系统（以下简称“报价系统”）。2014 年 6 月 4 日，中国证监会批复中证资本市场发展监测中心有限责任公司（以下简称“市场监测中心”）变更经营范围，专门负责建设和管理报价系统，并授权中国证券业协会按照市场化原则管理。为进一步优化市场机制，2015 年 2 月 10 日，经中国证监会同意，市场监测中心进行了公司改制，更名为“中证机构间报价系统股份有限公司”（以下简称“中证报价”）并启动了增资扩股工作。自 2014 年 8 月 18 日发行第一只产品以来，报价系统功能不断丰富、完善、优化，为证券公司、基金公司、期货公司、私募基金以及商业银行等金融机构规范发展场外业务提供了全方位服务，为各类企业直接融资提供了新的场所，已成为多层次资本市场的重要组成部分。

第一章
报价系统的定位

报价系统以“多元、竞争、开放、包容”为发展理念，旨在实现证券公司柜台市场等

私募市场的互联互通，为证券公司等各类金融机构开展场外业务提供全方位、专业性、平台化服务，为企业融资、财富管理提供新的合法渠道，是多层次资本市场的有机组成部分，是重要的资本市场基础设施。

一、定位于机构间市场

报价系统实行参与人制度，中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会、中国上市公司协会会员以及中国证券业协会认可的其他机构均可以注册成为报价系统参与人，并通过报价系统开展业务。参与人制度的设计符合场外市场需求体现了报价系统业务主体的多元化与业务需求的多样性。报价系统为不同市场、不同行业的专业机构提供信息平台、业务平台，打破了金融行业的自我封闭，可以有效推进跨界业务的发展，有利于不同行业资源、优势的集聚与共享，构建互联互通的场外市场格局。报价系统参与人不是孤立的个体，其身后大多有大量的合格投资者和产业客户，参与人本身就是市场组织者。因此，报价系统是市场中的市场，通过报价系统互联互通可以形成一个联通的、跨行业、跨领域、强互动的机构间市场体系。

2014 年 8 月 18 日报价系统正式上线运行以来，报价系统作为机构间市场有效运转。截至 2014 年底，报价系统共有参与人 229 名，并以证券公司为主，占比近 41%；截至 2015 年 12 月 31 日，报价系统参与人共有 1 482 名，除证券公司外，已覆盖了银行、私募基金、信托公司、期货公司、独立基金销售机构以及证券公司直投子公司等各类从事私募业务的市场参与主体，证券公司在绝对数量增长的同时，相对占比已下降至 7.88%，多元化参与人结构基本形成。报价系统已建立了链接机构投资者及其合格投资者的巨大交易网络。截至 2015 年 12 月 31 日，共有 119 928 名投资者通过报价系统认购产品，其中机构投资者交易金额占产品发行总额的 85.88%、转让金额占产品转让总额的 98.18%，机构间市场特征明显（见图 1－1）。

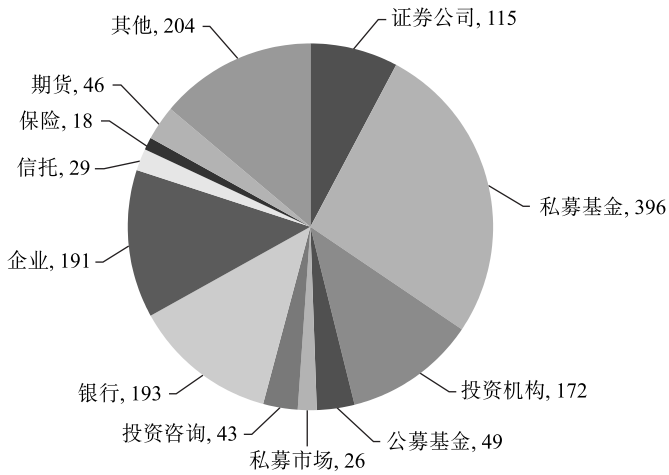

图 1－1　报价系统参与人结构（单位：名）

二、定位于互联互通市场

报价系统是各类私募市场的联通市场，通过打破各私募市场之间的信息隔离与交易壁垒，实现私募市场之间信息互联、交易互通、清算支付互联，促进共赢发展。报价系统不取代任何一个私募市场，而是通过搭建一个全面、高效的信息互联和报价、发行、转让平台，打通私募市场发行与转让业务的各环节，助力各类私募市场拓展业务空间，扩大产品推送范围，提高市场效率。报价系统作为证券行业基础设施还承担证券行业公共柜台职能，为未建柜台系统的中小证券公司、证券投资咨询公司和私募基金公司等提供中后台服务，节约社会成本与市场资源。

依托报价系统与各类私募市场互联互通，报价系统建立了规则统一的“一户通”账户体系，投资者能够使用一个产品账户完成所有联通市场的交易，同时支持投资者对其所有私募业务信息进行查询、管理，大大提升了场外私募业务的便捷性和高效性，实现了“一户在手、场外畅游”。通过互联互通，报价系统能够汇集全部联通市场的报价、成交等市场信息，有利于监管部门和自律组织通过报价系统持续了解私募市场运行情况，并为私募市场监测监控提供支持。截至 2015 年 12 月 31 日，报价系统共与 442 家机构进行了互联互通测试，其中已经有 146 家机构成功实现互联互通，包括 85 家证券公司、2 家区域股权交易中心、1 家公募基金管理公司以及 1 家证券投资咨询公司以柜台直联方式互联互通；57 家机构使用报价系统为没有自建柜台系统的参与人提供的“云柜台”实现互联互通。通过柜台直联和“云柜台”，共有 332.3 万名投资者开立了私募“一户通”，市场互联互通作用日益显现。

为推动场外股权市场发展，提升直接融资服务能力，报价系统与区域市场在尊重彼此市场规则和管理制度的基础上，尝试推进互联互通和业务协作，实现私募业务数据信息的共享以及区域市场企业分层管理，扩展中小微企业的融资渠道，丰富证券经营机构参与区域市场的途径，提升区域市场专业化、规范化服务水平。截至 2015 年 12 月 31 日，共有辽宁股权交易中心、青海股权交易中心、广东金融高新区股权交易中心、广州股权交易中心、海峡股权交易中心、重庆股份转让中心、甘肃股权交易中心、湖南股权交易中心 8 家区域市场成为报价系统参与人。其中，广州股权交易中心和重庆股份转让中心已实现了互联互通。

三、定位于移动互联市场

报价系统依托互联网（含移动互联网）技术，致力于打造中国最大的场外金融交易市场联盟。报价系统是互联网的市场组织：一是全网运营，报价系统以证联网、深圳通、互联网等为链路，利用互联网技术，支持网上信息发布、网上发行、网上签约、网上报价、网上转让等业务，并实现全程电子化操作。二是提供开放式运用平台服务，报价系统为各类私募业务提供平台支持，同时各业务模块可拆分，由参与人根据业务需要自主设定，报价系统提

供平台与规则支持、参与人自主开发运用。三是7×24小时不间断交易，报价系统支持每周7天、每天24小时交易，并提供互联网、移动设备等多介质、多途径的参与路径和工具，可实现市场业务活动的移动化、泛在化，摆脱时空限制，并实现数据网络留痕，统一保存，为风控和监管提供数据支持。目前，报价系统已构建了可支持产品发行、转让、信息展示、登记结算等功能的机构间市场，并开发了满足手机移动端投资需要、支持IOS系统和安卓系统的APP。

四、定位于私募市场

报价系统作为我国多层次资本市场的有机组成部分，定位于私募市场，按照严格区分公募和私募的指导思想，在产品发行、转让中均坚守私募底线，遵循相关法律法规在宣传推介、投资者适当性和持有人数量等方面的规定，形成了对公募市场的有效补充，完善了多层次资本市场架构。报价系统通过为各类私募产品构建一个可平行扩展、全网运行的交易平台，将现有各类私募市场通过市场化、电子化的方式予以整合，有助于防范非法证券业务，推动私募市场健康、持续发展。

第二章
报价系统运营情况

自 2014 年 8 月 18 日首只产品上线以来，报价系统参与人数量和业务均呈现快速增长的态势。报价系统可支持各类私募产品发行与转让，并提供多样化的交易方式。

一、参与人数量快速增加、结构持续优化

从参与人结构看，报价系统参与人结构从证券公司占据“半壁江山”持续优化至各类型机构参与人“百花齐放”，形成了跨行业、跨领域的合作格局。报价系统自运行以来，受到市场各方面广泛关注，吸引了大量资本实力和资产管理能力较强的参与人（见图 2－1）。

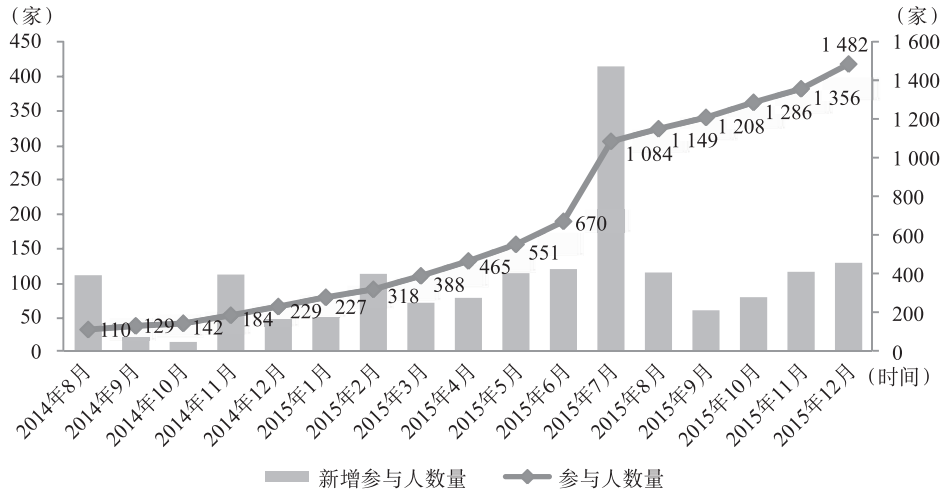

图 2－1　报价系统参与人数量增长情况

二、私募产品发行市场规模快速增长

自运营以来，报价系统产品发行数量和规模持续增长，日均发行规模、单日最大成交金额、月度累计发行金额屡创新高。截至 2015 年 12 月 31 日，报价系统累计发行产品 3 604

只，累计募集资金 3 356.65 亿元。从参与人认购方式看，参与人直接通过报价系统认购金额占比达 69.32%，报价系统销售能力已初步形成。

（一）发行规模迅速增长

报价系统私募产品发行规模迅速增长，百亿元规模发行量时间间隔不断缩短。2014 年 12 月 10 日发行量突破第一个 100 亿元；2015 年 4 月 21 日发行量突破 1 000 亿元。截至 2015 年 11 月 23 日，发行量已突破 3 000 亿元，报价系统发行规模稳步增长。此外，报价系统日均发行量不断攀升，截至 2014 年底，报价系统日均发行量为 2.02 亿元；到 2015 年 6 月，日均发行量已接近 40 亿元，单日最大发行量达到 77.80 亿元，明显高于同类市场（见图 2－2、图 2－3、图 2－4）。

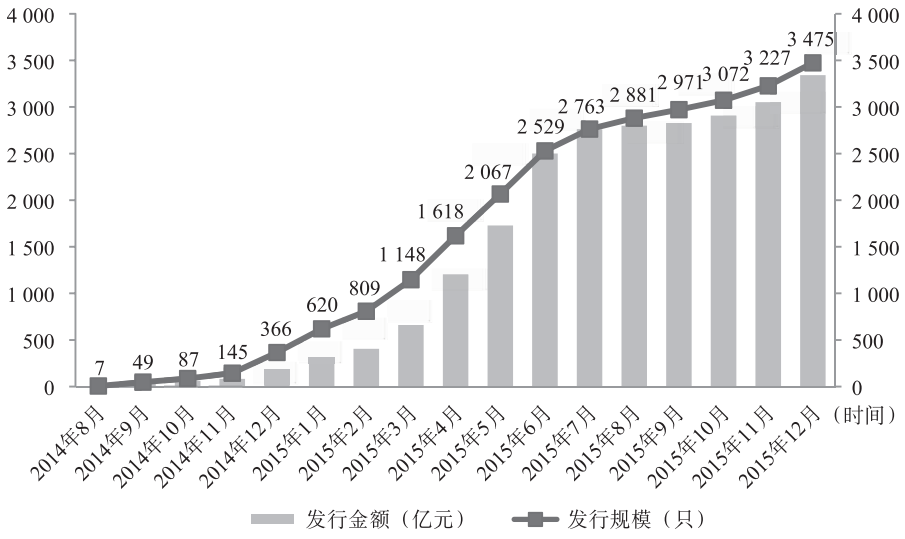

图 2－2　报价系统月度发行统计

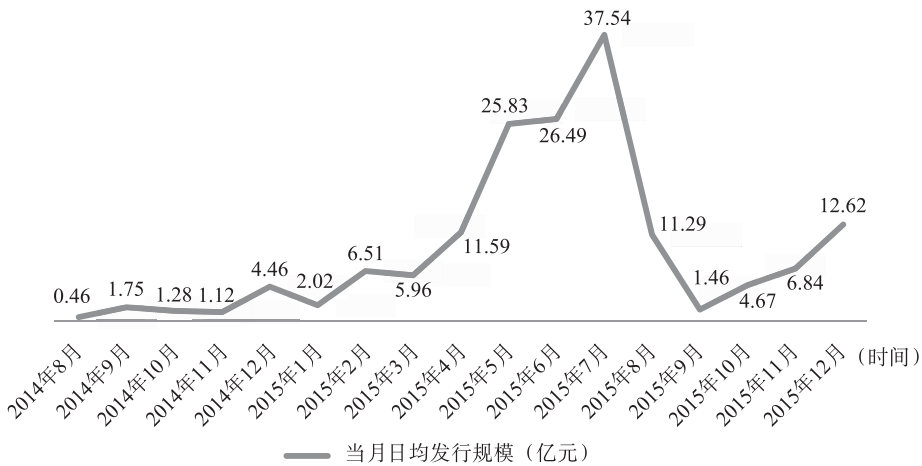

图 2－3　报价系统月度日均发行规模

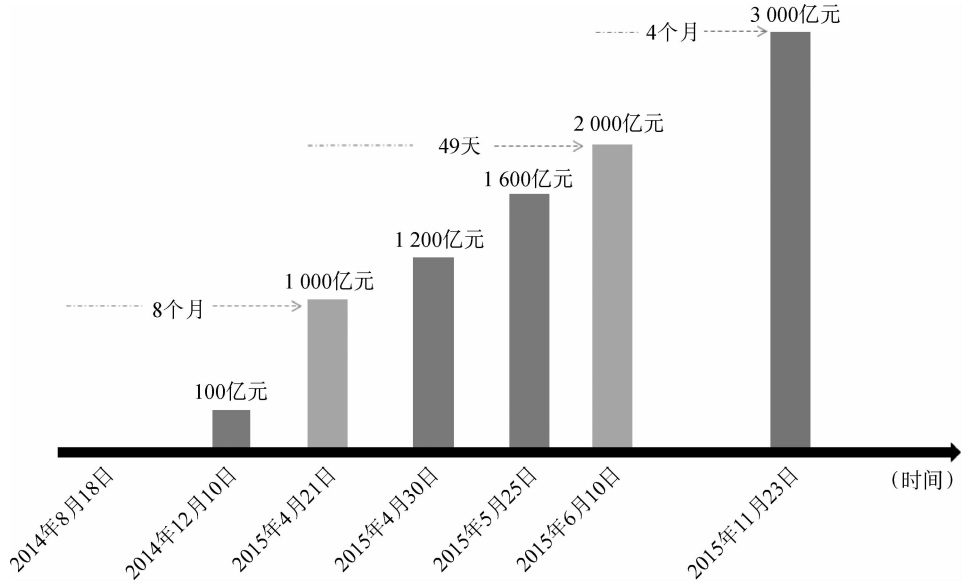

图 2－4　报价系统发行规模增长情况

报价系统作为行业基础设施，为中小微企业提供了私募债券、股权等工具直接融资，服务实体经济的能力不断提升。虽然起步较晚，但截至 2015 年 12 月 31 日，已有 19 只债券通过报价系统非公开发行，总计融资 116.42 亿元；68 家企业通过报价系统进行股权众筹融资，募资金额总计 1.57 亿元。

（二）产品种类逐渐丰富

报价系统正式上线至 2014 年底，发行的产品主要包括目前资产管理计划、收益凭证、次级债以及私募股权投资基金。经过一年多的建设，报价系统发行的产品类型不断丰富，已涵盖资产管理计划、收益凭证、证券公司短期债、可交换债、永续债、次级债、资产支持证券、私募股权投资基金、私募证券投资基金、信托产品等多元化品种。截至 2014 年底，报价系统累计发行产品 361 只、募集资金 185.89 亿元；截至 2015 年 12 月 31 日，共 143 家参与人在报价系统发行 3 604 只产品，其中，3 487 只发行成功，117 只发行失败（见图 2－5）。

其中，收益凭证作为产品发行“领头军”在报价系统发行市场大放异彩，成为机构融资的新路径，同时也丰富了投资者的选择。部分证券公司在报价系统形成了序列化、常态化的发行模式。总体来看，收益凭证在报价系统发行取得了良好开局，业务运行平稳，风险可控，广受投资者青睐，尤其是吸引了大量银行参与人在报价系统定向投资收益凭证，报价系统已成为银行等机构投资收益凭证的“指定场所”。

（三）产品申购与赎回

截至 2015 年 12 月 31 日，共计 22 只产品在报价系统进行申购与赎回。报价系统共收到申购申请 172 笔，申购金额共计 21.24 亿元；共收到赎回申请 224 笔，赎回金额共计 20.14

亿元。

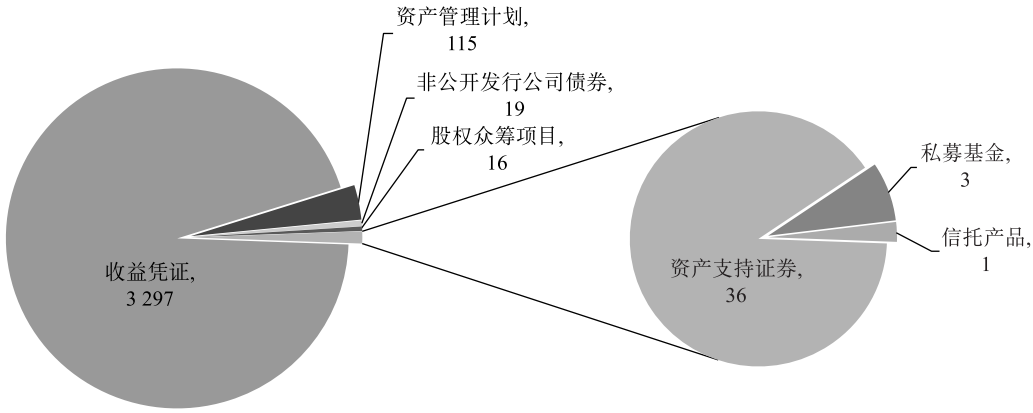

图 2－5　报价系统私募产品累计发行数量（单位：只）

三、交易机制灵活，为私募产品提供流动性

为满足私募产品转让需求，提高私募产品流动性，促进私募发行，报价系统积极构建一个基于互联网的开放式、全网运行的报价转让平台，为私募产品提供了丰富的转让方式和质押融资交易机制。

（一）转让市场平稳运行

报价系统支持证券公司资管计划、私募基金、非公开发行公司债券、收益凭证、私募股权等私募产品转让，提供协议转让、做市转让、拍卖竞价和标购竞价等多元化转让方式。2014 年度转让规模较小，交易金额共计 310.01 万元；2015 年报价系统转让交易规模快速增长，截至 2015 年 12 月 31 日，共 351 只私募产品（包括 313 只收益凭证、14 只资产管理计划、5 只私募股权、19 只非公开公司债）在报价系统挂牌转让，其中累计达成 166 笔交易，交易金额共计 49.26 亿元。

（二）完善做市商机制，提供流动性支持

为进一步提高报价系统私募产品流动性，满足投资者交易需求，中证报价积极推进报价系统做市商机制建设，通过引入试点做市商，着力培育私募产品做市商队伍。报价系统支持做市商采用双边报价做市、回应询价做市等做市方式，截至 2015 年底，共计 12 家参与人向中证报价提交了试点做市方案，其中 4 家证券公司已成为报价系统试点做市商并在报价系统对收益凭证、资产管理计划等产品提供双边报价；做市交易累计成交 10 笔，交易金额 1 638.74 万元。

（三）建设私募产品质押融资交易机制，满足参与人资金需求

为活跃报价系统产品交易，满足报价系统参与人融资需求，报价系统为参与人提供了私募产品质押融资交易机制，参与人及投资者可以将收益凭证、资产管理类产品、非公开发行公司债券、资产支持证券以及私募股权等产品作为质押标的在报价系统进行质押融资。此外，参与人可以采用协议成交与回购竞价等方式达成交易，并通过报价系统实现资金管理等全流程服务。通过在报价系统开展质押融资业务，有利于联通报价系统各类参与人满足不同投资者需求，盘活私募产品，提高资金利用率。截至 2015 年底，报价系统质押式回购交易累计成交 1 笔，该笔交易的质押品为收益凭证，回购期限为 7 天，质押品折算比例为 97%，融资金额 970 万元。

四、多层次股权市场建设稳步推进

根据中国证监会 2015 年重点工作安排，继续发展证券公司柜台市场与机构间私募产品报价与服务系统，出台股权众筹管理办法，开展公开、小额股权众筹融资试点，是加快多层次股权市场体系建设的重要举措。作为场外市场的基础设施，报价系统始终以推进多层次股权市场建设为己任，以服务小微、“三农”、创新创业和民族地区企业作为重要使命。

一是推进私募股权融资市场发展。中证报价通过建设报价系统众创平台，为中小微企业提供多样化的融资服务。截至 2015 年 12 月 31 日，共计 68 个项目在众创平台挂牌融资，16 个项目募集成功，实现融资 1.57 亿元，项目融资成功率为 23.53%，在同类业务中成功率较高。为配合中证众筹平台建设，便利合格投资者安全、高效投资，报价系统开发与完善中证“云柜台”系统以及手机移动终端，打造客户投资的专属利器。

二是打造报价系统私募股权报价板。报价系统以服务场外私募股权为宗旨，以实现股权报价功能为前提，以股权发行、登记、转让、做市、估值五大核心功能为基础，延伸提供多元化融资服务、平台信息服务以及场外股权市场指数服务，从而提高直接融资比重、健全企业资产定价机制、形成场外股权市场估值体系，进一步健全多层次股权市场体系。

三是建立并完善私募股权转让平台。报价系统不仅为企业挂牌、私募股权挂牌转让提供平台服务，截至 2015 年 12 月 31 日，还有 8 只项目股权在报价系统挂牌转让，挂牌金额 11 亿元。

四是稳步推进报价系统与区域市场互联互通。目前，报价系统已与广州股权交易中心、重庆股份转让中心实现了系统对接，共有 64 家企业实现了“双挂牌”；萍乡经济开发区也有 19 家企业在报价系统实现挂牌，为报价系统探索服务园区企业奠定了基础。

五、场外衍生品市场稳妥发展

为推动场外衍生品市场电子化、平台化发展，提升场外衍生品交易效率，加强场外衍生

品风险管理，报价系统搭建了场外衍生品交易平台与场外衍生品交易报告库和结算系统，旨在把报价系统建设成为我国重要的场外衍生品交易平台、报告平台和结算平台。

（一）搭建场外衍生品交易平台

报价系统场外衍生品交易平台是为场外衍生品交易提供询价与报价、在线签约、第三方估值等服务的电子化、全流程服务平台，可以显著提高场外衍生品交易效率，有效降低交易成本，降低衍生品交易参与方违约风险。2014 年 11 月 13 日，报价系统场外衍生品在线签约平台正式上线。

目前，报价系统场外衍生品交易平台主要支持收益互换和场外期权等衍生品交易，并在推进开发做市类场外期权合约。截至 2015 年 12 月 31 日，共计 421 家参与人签署《机构间私募产品报价与服务系统电子签名约定书（试行）》，65 家参与人通过报价系统签订了场外衍生品交易主协议 157 份；62 家参与人在报价系统签订补充协议 145 份；41 家参与人在报价系统签订交易确认书，共计 275 笔，涉及名义本金 59.81 亿元（见表 2－1）。

表 2－1　　截至 2015 年 11 月 6 日在报价系统达成的衍生品交易统计表

衍生品类型	累计数量（笔）	初始名义本金（亿元）	了结数量（笔）	了结名义本金（亿元）	存续数量（笔）	存续名义本金（亿元）
互换	162	60.27	39	11.84	123	48.43
期权	116	16.68	92	13.02	21	3.24
合计	278	79.96	131	24.86	144	51.67

（二）建设场外衍生品交易报告库

为落实中国证监会《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》（以下简称“创新十五条”）中有关“研究衍生品交易的集中结算、交易信息报告等制度”的政策，防范场外衍生品市场风险，报价系统在借鉴境外场外衍生品交易报告管理机制的基础上，建立了场外衍生品交易报告库，为证券公司场外衍生品市场的风险监测与管理提供了有力支撑。截至 2015 年 8 月底，场外衍生品交易报告库涵盖了全部证券公司开展权益类衍生品业务的交易报告，并成为多层次资本市场的基础设施之一，可以为监管部门提供准确、全面、及时的场外衍生品数据信息。截至 2015 年 12 月底，共 42 家证券公司通过场外衍生品交易报告库进行场外衍生品交易报告，累计报告场外衍生品交易 48 160 笔，涉及初始名义本金 14 704.38 亿元（见图 2－6 和图 2－7）。

（三）开发场外衍生品清算系统

为支持报价系统衍生品业务开展，向交易双方提供衍生品交易一体化服务，报价系统开发了场外衍生品清算系统。该系统具有合约管理、账户管理、交易管理、清算管理以及风险

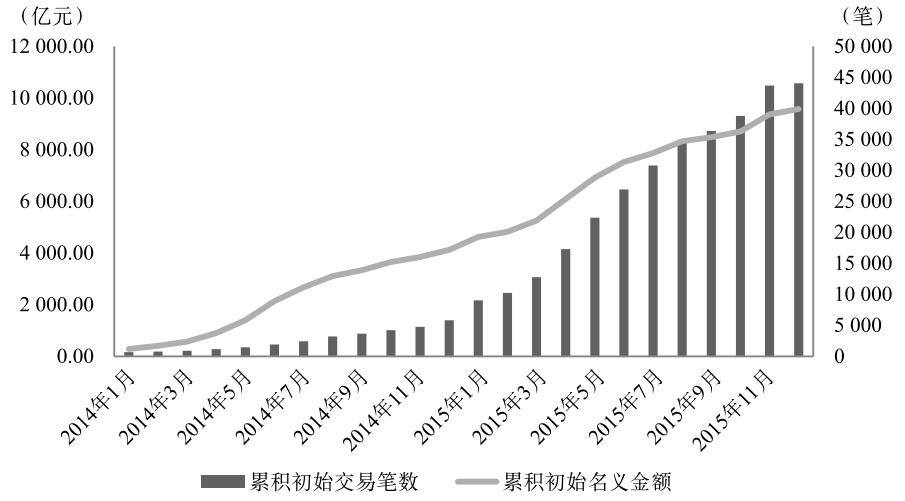

图 2－6　证券公司开展场外互换业务情况

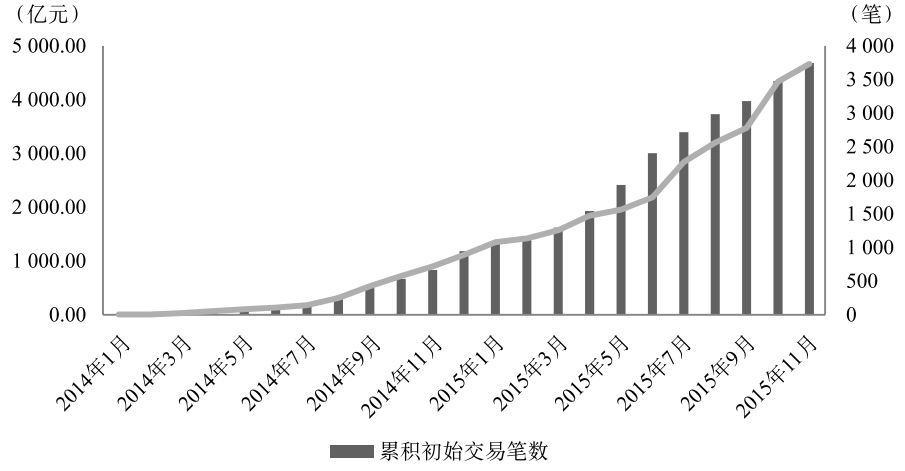

图 2－7　证券公司开展场外期权业务情况

管理等功能，可为参与人提供双边、集中清算服务。在清算管理方面，衍生品清算系统具有要素检查、日终清算、生成结算通知等功能；在合约管理方面，具有存续期管理、收益率管理以及履约条件判断等功能；在账户管理方面，能够提供头寸持仓管理和交易查询；在风险控制方面，通过不同性质的账户隔离，合约跟踪、交收提醒等方式对双边清算进行风险防控，通过持仓限额、逐日盯市、保证金制度等方式对集中清算进行风险控制。

2015 年 9 月 18 日，报价系统场外衍生品双边清算平台上线，并于同日为 1.4 亿元名义本金的场外期权交易业务提供了清算交收支持。

六、场外市场登记结算体系日益完善

报价系统结合私募产品特性，充分借鉴国际市场先进做法，结合我国实际与行业诉求，

建立了“多元选择、双轨开户、账户联通、混合持有、滚动结算”的私募市场登记结算体系。一是提供多元选择的登记结算方式与支付渠道，秉承参与人自愿选择、服务主体适度竞争的原则，报价系统支持证券公司等具备条件的参与人自办登记结算，或者委托报价系统登记结算系统、中国结算等登记结算服务机构等办理登记结算服务；在结算资金支付方面，报价系统为参与人提供商业银行支付、第三方支付以及中国结算的备付金支付等多样化支付渠道。二是实现双轨开户的账户开立机制，参与人可以通过报价系统直接开立账户，也可以通过证券公司柜台系统为投资者开立账户，并实现与报价系统的账户信息对接。截至 2015 年 12 月 31 日，参与人在报价系统为投资者开立账户共计 3 437 709 个，其中包括个人开户 3 434 835 个、机构开户 2 874 个。三是建立统一的报价系统参与人账户体系，实现与其他私募市场的账户互联互通。四是支持混合持有制度，在建立场外市场名义持有账户体系的基础上，支持名义持有与直接持有并存。五是开启滚动结算交收模式，支持单个交收日多批次交收，报价系统已实现每个交收日 12：00 和 18：00 两个批次交收，提高了报价系统场外市场清算效率。

截至 2015 年 12 月 31 日，报价系统共为 3 425 只产品提供登记结算服务，交收资金 4 921.07 亿元。此外，报价系统还与相关登记结算机构共同存储、共享登记结算信息，以提高私募市场的透明度，为私募市场监管提供支持（见图 2－8）。

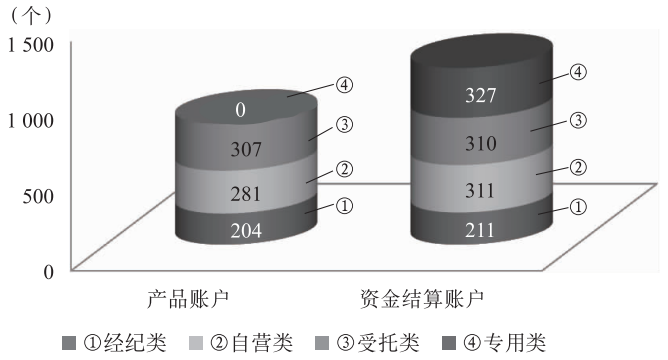

图 2－8　参与人在报价系统开立的账户统计

第三章
报价系统运行特色与实践意义

经过一年多的建设运营，报价系统功能已日趋完善。同时，报价系统充分调动各类机构的积极性，有效发挥资源配置功能、投融资功能、财富管理功能和风险管理功能，主动对接实体经济特别是中小微企业，支持创业创新，已经成为“最接地气”的市场之一，并呈现以下特色：

一、移动互联

报价系统基于证联网、深证通、互联网运营，可 7×24 小时发行与交易，支持日间多批次滚动结算。在交易模式上，报价系统为参与人提供全程网上服务。与此同时，报价系统不断利用互联网技术推陈出新，优化系统功能，随着报价系统手机终端 APP 等各类应用系统的推出，报价系统可以为广大个人投资者提供更为高速、便捷的服务。报价系统利用先发优势，融合传统金融与互联网精神，将互联网技术与证券期货行业创新紧密结合，为参与人提供包容、开放的平台。

二、参与人制度

与以证券公司为主的公开市场不同，报价系统出生于证券行业，但又不拘泥于证券行业，积极推行参与人制，并致力于实现参与人多样性。同时，报价系统以参与人需求为出发点，不事先设定业务种类，充分调动参与人的业务积极性，形成了参与机构投融互补、风险对冲、业务类型自然交织的业务生态：发行人可以及时、高效地完成产品创设与创新，投资者可以随时随地获得产品的全面信息，实现需求信息的快速传递并促成业务便利对接。参与人制度与参与人潜力得到有效挖掘与释放，激发了市场活力。

三、前、中、后台一体化

经中国证监会批准，报价系统可以从事场外证券业务的登记结算服务。报价系统已建立

信息发布平台、发行转让交易平台、登记结算系统，可应参与人需要提供全流程、一体化服务。自报价系统运行以来，各参与人充分利用报价系统前、中、后台一体化的优势积极创设发行产品，在报价系统发行产品的同时使用报价系统登记结算服务，显著提高了参与人业务效率，将产品的注册发行周期最快压缩到一天，资金实现 T + 0 交收。同时，通过私募账户“一户通”，投资者可以通过一个账户完成各联通市场的交易。参与人和投资者的业务效率都得到了有效提升。

四、行业公共平台

报价系统作为重要的市场基础设施，为各类证券期货经营机构场外业务提供可分可合的外包服务。报价系统的交易、登记结算以及支付功能等均可作为独立使用的服务功能，参与人根据自身需求可以在报价系统获得定制化的外包服务，不仅可以提高业务效率，还可以避免市场重复建设，节约社会成本。自报价系统运行以来，部分参与人根据自身系统建设与业务需求情况，选择报价系统相应功能开展业务，如通过报价系统开展开放式基金同柜转让业务，甚至部分柜台市场试点公司将其交易、登记结算等后台支持委托给报价系统，报价系统已经成为证券行业的公共平台。

五、市场中的市场

报价系统通过与证券公司柜台市场、区域性市场等各类场外市场互联互通，依托私募账户一户通，构建了市场中的市场。通过报价系统，每个参与人成为报价系统市场的有机组成部分，除自身原有客户外，还能覆盖与报价系统互联互通的其他参与人所代理的海量客户，实现产品信息的全市场覆盖。投资者可通过报价系统这个“金融产品超市”及时、全面获得各类产品的信息，并通过报价系统私募账户一户通高效、畅通地进行跨市场交易。报价系统互联互通的功能得到了参与人和投资者的肯定，通过报价系统发行产品或投资正在成为行业开展场外业务的一种选择。

六、分层分类风险管理

风险管理是报价系统建设、发展的重中之重。报价系统高度重视风险管理机制的建设，并已形成独具特点的风险管理体系。在机制建设方面，一是建立了多层风险防控机制，参与人负责业务风险管理，中证报价负责平台风险管理；二是进行全方位风险管理，中证报价前台、中台、后台业务相互隔离，并分层履行风险管理职能。在管理手段方面，报价系统以合规为前提、投资者适当性管理为基础、信息披露为手段，落实买者自负、卖者有责，做好具体业务风险管理；同时，按照分步走原则，在积累经验的基础上，对交易规模超过 50 亿元

的每项业务均制定专项风险监控指标，以动态监测、管理业务整体性风险。在风险与效率平衡方面，报价系统创造性地对参与人、发行人、投资者进行授信管理，支持其在授信额度范围内便捷开展业务。在实现方式上，报价系统充分利用互联网、大数据技术，以报价系统账户体系为基础，实现信息留痕与记录，依托信息关联，将散点信息整理为具有逻辑关系的网状信息，以数据分析支持风险管理。此外，为降低报价系统相关业务风险，报价系统积极引入产品评级、担保、评价等外部风险管理措施，支持增信机构在报价系统发行增信产品。